

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Penelitian Terdahulu

Penelitian-penelitian yang membahas tentang Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang pada perusahaan manufaktur yang telah banyak dilakukan dimana hal tersebut dikaitkan dengan kemampuan pihak manajemen dan para investor perusahaan dalam mengambil keputusan yang tepat. Penelitian-penelitian tersebut tidak akan dapat menghasilkan jawaban yang maksimal dari yang sebenarnya tanpa ada teori-teori penemuan-penemuan sebelumnya yang dapat mendukung. Diantara hasil penelitian-penelitian yang mendukung tersebut adalah sebagai berikut.

1. **Fransisca (2014)**

The Effects Of Dividend Policy And Ownership Structure Towards Debt Policy melakukan pengujian yang tujuannya untuk mengetahui atau menganalisis pengaruh kebijakan dividen dan *ownership structure* terhadap kebijakan hutang. Penelitian ini menggunakan teknik analisis regresi berganda. Dalam pengujiannya penguji menggunakan variabel independen diantaranya yaitu kebijakan dividen (*dividend policy*), kepemilikan institusional (*institusional ownership*), dan kepemilikan manajerial (*managerial ownership*). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Persamaan dari penelitian ini dengan penelitian saya adalah menggunakan teknik analisis regresi berganda.

Perbedaan dari penelitian ini dengan penelitian saya adalah waktu yang digunakan dalam bahan penelitian adalah 2 tahun sedangkan penelitian saya adalah 3 tahun.

2. Hasan dan Nurmayanti (2013)

Penelitian ini berjudul tentang *Effect Of Managerial Ownership, Free Cash Flow And Size Company Policy On Debt (Empirical Study On Industrial Enterprises Basic And Chemicals Listed In Bei)* melakukan pengujian yang tujuannya untuk mengetahui atau menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial, *free cash flow*, dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang. Penelitian ini menggunakan teknik analisis regresi berganda. Dalam pengujiannya penguji menggunakan variabel independen diantaranya yaitu kepemilikan manajerial, *free cash flow*, dan ukuran perusahaan (*firm size*) terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang, dan ukuran perusahaan atau *firm size* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan (*firm size*) maka akan semakin tinggi nilai *debt to equity ratio* (DER).

Persamaan dari penelitian ini dengan penelitian saya adalah Penelitian ini menggunakan teknik analisis regresi berganda.

Perbedaan dari penelitian ini dengan penelitian saya adalah waktu yang digunakan dalam bahan penelitian adalah 2 tahun sedangkan penelitian saya adalah 3 tahun.

3. Hidayat (2013)

Penelitian ini berjudul tentang Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, Struktur Aktiva, Pertumbuhan Penjualan, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Utang menggunakan perusahaan manufaktur yang *go public* di BEI periode 2008-2010 berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan sebagai sampelnya. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, struktur aktiva, pertumbuhan penjualan, dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang. Penelitian ini menggunakan teknik analisis regresi berganda. Dalam pengujiannya penguji menggunakan variabel independen diantaranya yaitu pengaruh kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, struktur aktiva, pertumbuhan penjualan, dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan hasil analisis dapat disimpulkan bahwa:

1. Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini disebabkan karena masih rendahnya kepemilikan saham oleh *insider*, sehingga manajer tidak dapat mengambil keputusan penggunaan utang berdasarkan atas keinginannya sendiri.
2. Kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Hal ini disebabkan karena tingkat rasio dividen yang rendah akan membuat penggunaan hutang yang tinggi.

3. Struktur aktiva menunjukkan pengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Semakin besar nilai aktiva tetap maka ada kecenderungan semakin besar pinjaman yang dapat diperoleh perusahaan.
4. Pertumbuhan penjualan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Hal ini dikarenakan perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung membutuhkan dana dari sumber eksternal yang besar.
5. Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini dikarenakan meskipun ukuran perusahaan besar belum tentu mempunyai prospek atau peluang di masa mendatang yang baik, sehingga perusahaan tidak tergantung atau tidak tertarik menggunakan hutang.

Persamaan dari penelitian ini dengan penelitian saya adalah menggunakan tehnik sampling *purposive*, menggunakan teknik analisis regresi berganda.

Perbedaan dari penelitian ini dengan penelitian saya adalah waktu yang digunakan dalam bahan penelitian adalah 2 tahun sedangkan penelitian saya adalah 3 tahun.

4. Hardiningsih dan Oktaviani (2012)

Penelitian ini berjudul tentang Determinan Kebijakan Hutang yang menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama 2007-2011 dengan jumlah 135 sampel perusahaan manufaktur. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh variabel *free cash flow*, profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, struktur aktiva perusahaan, *retained earning* dan kepemilikan manajerial pada hutang. Dalam pengujiannya peneliti menggunakan tehnik analisis regresi berganda. Penguji menggunakan variabel

free cash flow, profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, struktur aktiva perusahaan, *retained earning* dan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *free cash flow* tidak mempunyai pengaruh terhadap hutang, pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap hutang, laba ditahan mempunyai pengaruh yang negatif signifikan terhadap tingkat hutang, kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Persamaan dari penelitian ini dengan penelitian saya adalah menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, menggunakan tehnik analisis regresi berganda.

Perbedaan dari penelitian ini dengan penelitian saya adalah jumlah sampel yang digunakan adalah 135 perusahaan manufaktur sedangkan penelitian saya menggunakan 500 perusahaan manufaktur yang ada di Bursa Efek Indonesia.

5. Narita (2012)

Penelitian ini berjudul tentang Analisis Kebijakan Hutang yang menggunakan jenis metode dokumentasi, yaitu mendapatkan data dari dokumen berupa laporan keuangan, laporan tahunan yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (IMCD) tahun 2009-2010 dan *IDX Fact Books* tahun 2009-2010. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh ukuran perusahaan, likuiditas, kepemilikan institusional, profitabilitas dan *free cash flow* terhadap kebijakan hutang. Dalam pengujiannya peneliti menggunakan analisis regresi berganda, dengan pengujian hipotesis uji statistik t dan uji statistik F dengan bantuan SPSS. Penguji menggunakan variabel independen diantaranya yaitu ukuran perusahaan, likuiditas, kepemilikan institusional, profitabilitas, dan *free*

cash flow terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang, likuiditas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang, kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang dan *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Persamaan dari penelitian ini dengan penelitian saya adalah data yang digunakan adalah data sekunder, menggunakan teknik analisis regresi berganda.

Perbedaan dari penelitian ini dengan penelitian saya adalah laporan tahunan yang diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory (ICMD) sedangkan penelitian saya menggunakan laporan keuangan yang terdapat di Bursa Efek Indonesia.

6. Sugiarto (2011)

Penelitian ini berjudul tentang Pengaruh Struktur Kepemilikan Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Hutang Sebagai *Intervening* yaitu meneliti sebuah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sampel diambil dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah struktur kepemilikan dan kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Penelitian ini menggunakan teknik analisis regresi berganda. Penguji atau peneliti menggunakan variabel independen diantaranya yaitu pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan baik secara langsung maupun tidak langsung melalui kebijakan hutang sebagai variabel *intervening*. Hasil penelitian ini dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap

perusahaan namun tidak berpengaruh secara langsung terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang sebagai variabel *intervening*, kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan baik secara langsung maupun tidak langsung melalui kebijakan hutang sebagai variabel *intervening*, dan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan baik secara langsung maupun tidak langsung melalui kebijakan hutang sebagai variabel *intervening*. Kepemilikan saham manajerial yang sangat kecil pada perusahaan-perusahaan di Indonesia menyebabkan keberadaannya tidak cukup berpengaruh pada nilai perusahaan.

Persamaan dari penelitian ini dengan penelitian saya adalah Sampel diambil dengan menggunakan metode *purposive sampling*, menggunakan tehnik analisis regresi berganda.

Perbedaan dari penelitian ini dengan penelitian saya adalah menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sedangkan penelitian saya menggunakan laporan keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

2.2. Landasan Teori

2.2.1. Teori Keagenan (*agency theory*)

Agency Theory dipopulerkan oleh (Jensen dan Meckling, 1976). Teori keagenan (*Agency Theory*) merupakan teori yang menggambarkan hubungan kerjasama antara pemilik (*principal*) dengan (*agent*) orang lain sebagai pengelola perusahaan. Dimana dalam teori ini pemilik perusahaan mendelegasikan

wewenang kepada pengelola perusahaan untuk mengelola perusahaan dan mengambil keputusan (Jensen dan Meckling, 1976).

Perbedaan kepentingan antara manajemen dengan pemilik modal akan memunculkan adanya permasalahan antar kepentingan (*conflict of interest*). Sebagai *agent* dari pemilik, manajemen seharusnya bertindak untuk kemakmuran pemilik, namun karena risiko yang kemungkinan akan diterima oleh manajemen, maka mereka dalam pengambilan keputusan juga mempertimbangkan kepentingannya. Perbedaan kepentingan ini akan memunculkan masalah-masalah keagenan (*agency problem*).

Teori keagenan dalam manajemen keuangan membahas adanya hubungan *agency* (Jensen dan Meckling, 1976), yaitu hubungan mengenai adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan yang dilakukan oleh manajer. Manajemen pihak yang diberikan kewenangan oleh pemilik perusahaan untuk mengelola perusahaan namun dalam kenyataannya jika perusahaan tidak memperoleh hasil yang menyenangkan seharusnya pemilik modal dapat memutuskan untuk mengganti manajemen yang tidak meningkatkan kemakmuran perusahaan.

Brigham dan Houston (2006), manajer memiliki tujuan pribadi yang bersaing dengan tujuan memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Manajer diberi kekuasaan oleh pemilik perusahaan, yaitu pemegang saham, untuk membuat keputusan dan hal ini menciptakan konflik potensial atas kepentingan yang disebut teori keagenan (*agency theory*). Masalah keagenan muncul dalam dua bentuk, yaitu antara pemilik perusahaan (*principal*) dengan manajemen

(*agent*) dan hubungan antara pemegang saham dengan pemilik obligasi (pemberi kredit). Brigham dan Houston (2006) menyatakan masalah keagenan (*agency problem*) yang potensial ini muncul ketika manajer perusahaan memiliki kurang dari 100% saham perusahaan. Masalah keagenan (*agency problem*) yaitu konflik kepentingan yang potensial terjadi antara agen (manajer) dan pemegang saham pihak luar atau pemberi hutang (kreditur).

Meyers (1977), hubungan keagenan merupakan hubungan yang rawan konflik, yaitu konflik kepentingan (*agency conflict*). Konflik terjadi karena pemilik modal selalu berusaha menggunakan dana sebaik-baiknya dengan risiko sekecil mungkin, sedangkan manajer (*agent*) cenderung mengambil keputusan pengelolaan dana untuk memaksimalkan keuntungan yang sering bertentangan dan cenderung mengutamakan kepentingannya sendiri.

2.2.2. *Pecking Order Theory*

Pecking Order Theory Myers dan Majluf (1984) menjelaskan suatu perusahaan menentukan hierarki sumber dana yang paling disukai. Teori ini mendasarkan pada adanya informasi asimetrik, yaitu suatu situasi dimana pihak manajemen mempunyai informasi yang lebih banyak tentang perusahaan dari pada para pemilik modal. Informasi asimetrik ini akan mempengaruhi pilihan antara penggunaan dana internal atau dana eksternal dan antara pilihan penambahan hutang baru atau dengan melakukan penerbitan equitas baru.

Asumsi *Pecking Order Theory* oleh *Brealey and Myers*, 1996 adalah:

1. perusahaan lebih menyukai pendanaan internal,
2. perusahaan berusaha menyesuaikan rasio pembagian dividen dengan kesempatan investasi, dan berupaya untuk tidak melakukan perubahan pembayaran dividen yang terlalu besar,
3. pembayaran dividen yang cenderung sangat konstan dan fluktuasi laba yang diperoleh mengakibatkan dana internal kadang-kadang berlebih ataupun kurang untuk berinvestasi,
4. apabila pendanaan eksternal diperlukan perusahaan akan lebih memilih menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu dimulai penerbitan obligasi, obligasi yang dapat dikonversikan menjadi modal sendiri, akhirnya dapat menerbitkan saham baru.

Dalam teori ini perusahaan tidak menentukan target rasio hutang, karena ada dua jenis pendanaan internal yang preferensinya berbeda yang bisa dipilih perusahaan, yaitu laba ditahan sampai penerbitan saham baru. Rasio hutang perusahaan akan dipengaruhi oleh kebutuhan perusahaan untuk melakukan kegiatan investasi.

2.2.3. Signalling Theory

Teori sinyal mengemukakan bagaimana seharusnya sebuah perusahaan mengungkapkan informasi kepada para pengguna laporan keuangan. Teori sinyal merupakan teori yang digunakan oleh perusahaan sebagai wujud dari pertanggungjawaban perusahaan untuk dapat memberikan sinyal dalam penyampaian informasi yang ada pada perusahaan tersebut. Sinyal dalam hal ini

yaitu merupakan suatu berita yang dimiliki oleh perusahaan, dapat berupa berita baik (*good news*) dapat juga berisi mengenai berita buruk (*bad news*). (Jama'an, 2008).

Perusahaan yang memiliki berita baik (*good news*) akan cenderung menyampaikan informasi yang ada dalam laporan keuangannya secara tepat waktu. Begitu pula sebaliknya, jika suatu perusahaan memiliki berita buruk (*bad news*) mereka akan cenderung tidak menyampaikan informasi yang ada dalam laporan keuangannya secara tidak tepat waktu. Sinyal yang disampaikan oleh perusahaan inilah yang akan menjadi acuan bagi para pengguna laporan keuangan untuk pengambilan keputusan ekonomi, khususnya bagi para investor untuk keputusan berinvestasi.

Brigham dan Houston (2006) menyatakan bahwa sinyal adalah suatu tindakan yang telah diambil oleh manajemen perusahaan yang memberikan petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Teori ini didasarkan pada asumsi bahwa manajer dan pemegang saham tidak mempunyai akses informasi perusahaan yang sama. Ada informasi tertentu yang hanya diketahui oleh manajer, sedangkan pemegang saham tidak tahu informasi tersebut sehingga terdapat informasi yang tidak simetri (*asymmetric information*) antara manajer dan pemegang saham.

2.2.4. Struktur Kepemilikan

Teori keagenan (Agency Theory) sangat berkaitan dengan masalah *principal-agent* dalam pemisahan kepemilikan dan kontrol dalam perusahaan. Struktur kepemilikan merupakan berbagai macam pola dan bentuk dari

kepemilikan suatu perusahaan atau presentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh pemegang saham internal dan pemegang saham eksternal (Jensen dan Meckling, 1976). Struktur kepemilikan dalam suatu perusahaan terdiri dari kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kepemilikan publik.

Kepemilikan Manajerial

Menurut Jensen dan Meckling (1976) istilah struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting dalam keputusan pendanaan tidak hanya ditentukan oleh utang dan ekuitas saja tetapi juga ditentukan oleh presentase kepemilikan saham oleh manajemen. *Agency problem* bisa dikurangi bila manajer mempunyai kepemilikan saham dalam perusahaan. Hal ini perlu sebab akan terjadi penyebaran pengambilan keputusan dan risiko. Para manajer umumnya cenderung untuk menggunakan kelebihan keuntungan untuk konsumsi dan perilaku oportunistik. Dan ini akan menyebabkan beban hutang karena risiko kebangkrutan meningkat, sehingga *agency cost of debt* meningkat dan gilirannya akan pada penurunan akan nilai perusahaan. Kepemilikan manajerial dapat dihitung dengan menggunakan presentase saham yang dimiliki oleh pihak manajemen perusahaan yang secara aktif ikut serta dalam pengambilan keputusan perusahaan (komisaris dan direksi). Kepemilikan manajerial dirumuskan atau diukur dengan sebagai berikut (Masdupi 2005):

$$\text{INSDRit} = \frac{\text{Jumlah saham dimiliki komisaris dan direktur}}{\text{Total saham}}$$

Keterangan :

INSDRit : Kepemilikan manajerial i pada tahun t

Kepemilikan Institusional

Sheiler dan Vishny (1986) menyatakan bahwa adanya pemegang saham besar seperti kepemilikan institusional memiliki arti penting dalam memonitor manajemen dengan pengawasan yang lebih optimal. Adanya kepemilikan saham institusional oleh pihak eksternal akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal dari pihak luar terhadap manajer. Semakin tinggi kepemilikan institusional perusahaan maka akan semakin kecil hutang yang digunakan untuk mendanai perusahaan. Hal ini disebabkan karena timbulnya suatu pengawasan oleh lembaga institusi lain seperti bank dan asuransi terhadap kinerja perusahaan.

Apabila perusahaan menggunakan hutang dalam jumlah yang besar untuk mendanai proyek yang beresiko tinggi mempunyai kemungkinan kegagalan, maka pemegang saham institusional tersebut dapat langsung menjual saham yang dimilikinya. Kepemilikan institusional merupakan proporsi kepemilikan saham yang dimiliki institusional yang pada akhir tahun diukur kedalam presentase saham yang dimiliki oleh investor institusional dalam suatu perusahaan. Kepemilikan institusional dirumuskan atau diukur sebagai berikut (Madupi 2005):

$$INST = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki}}{\text{Jumlah saham yang beredar akhir tahun}}$$

Kepemilikan Publik

Jensen (1976) menyatakan bahwa publik mempunyai peran penting dalam menciptakan *well-functioning government system* karena mereka memiliki financial interest dan bertindak independen dalam menilai manajemen. Semakin besar presentase saham yang ditawarkan kepada publik, maka semakin besar pula internal yang harus diungkapkan kepada publik sehingga kemungkinan dapat mengurangi intensitas terjadinya manajemen laba.

Menurut Berl dan Means (1932) dalam Sugiarto (2009:36-37) terdapat lima jenis pengendalian dengan presentase kepemilikan sebagai berikut:

- a. private ownership control : 80% kepemilikan saham dimiliki oleh individu kelompok bisnis.
- b. Majority control : 50%-80% kepemilikan saham yang dimiliki oleh seseorang atau sekelompok orang yang memiliki kekuasaan dalam memilih direksi.
- c. Minority control : kepemilikan saham dengan jumlah 20%-50% yang dimiliki oleh pemegang saham.
- d. Management control : kepemilikan saham dengan jumlah <20%, kepemilikan ini tidak mampu mendominasi perusahaan.
- e. Legal device : kepemilikan pyramid yang kepemilikannya mayoritas dimiliki oleh perusahaan besar.

2.2.5. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen berkaitan dengan penentuan pembagian pendapatan (*earning*) antara penggunaan pendapatan untuk dibayarkan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau untuk dibayarkan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau untuk digunakan dalam perusahaan, yang berarti pendapatan tersebut harus ditahan dalam perusahaan (Riyanto, dalam Rizal, 2007).

Menurut Donald E. Keiso, Jerry J. Weygandt, dan Terry D. Warfield (2009:785) menyatakan dividen terbagi atas:

1. Dividen Kas

Dewan direksi menetapkan untuk penyusunan pengumuman dividen kas. Setelah persetujuan revolusi, dewan mengumumkan dividen. Sebelum membayar itu, bagaimanapun, perusahaan harus menyiapkan daftar pemegang saham saat ini. Untuk alasan ini, biasanya ada jeda waktu antara pengumuman.

2. Dividen Properti

Dividen dibayarkan dalam aset perusahaan selain kas disebut dividen properti atau dividen dalam bentuk barang. Dividen mungkin barang dagangan, real estate, investasi, atau bentuk apapun yang dewan direksi tetapkan.

3. Dividen Likuiditas

Dividen selain didasarkan pada saldo laba-laba kadang-kadang digambarkan sebagai dividen likuidasi. Istilah ini menyiratkan bahwa dividen tersebut daerah pengembalian pemegang saham, investasi daripada keuntungan.

Dengan kata lain, dividen tidak mengurangi jumlah disetor oleh pemegang saham dan oleh karena itu disebut *liquidating dividend*.

4. Dividen Saham

Perusahaan kadang-kadang mengeluarkan dividen saham. Dalam hal ini, perusahaan mendistribusikan aset. Setiap pemegang saham mempertahankan persis bagian proporsional yang sama dalam perusahaan dan beberapa nilai buku setelah masalah perusahaan dividen saham.

Terdapat 4 faktor yang mempengaruhi kebijakan pembagian dividen suatu perusahaan (Riyanto, dalam Rizal, 2007), yaitu:

1. Posisi likuiditas perusahaan

Posisi kas atau likuiditas perusahaan merupakan faktor penting yang harus dipertimbangkan sebelum mengambil keputusan untuk menetapkan besarnya dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham. Semakin kuat posisi likuiditas perusahaan maka semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen.

2. Kebutuhan dana untuk membayar hutang

Jika perusahaan telah menetapkan bahwa pelunasan hutangnya akan diambil dari laba ditahan, maka perusahaan harus menahan sebagian besar pendapatannya untuk keperluan tersebut, sehingga hanya sebagian kecil pendapatan yang dibayarkan sebagai dividen.

3. Tingkat pertumbuhan hutang

Dana yang dibutuhkan oleh perusahaan dengan pertumbuhan yang cepat relatif lebih besar dibandingkan perusahaan dengan tingkat pertumbuhan

lambat. Dengan demikian perusahaan yang bertumbuh pesat cenderung menahan pendapatannya dibandingkan membaginya dalam bentuk dividen.

4. Pengawasan terhadap perusahaan

Pengawasan terhadap perusahaan Ini terutama berkaitan dengan kebijakan perusahaan untuk membiayai ekspansinya dengan sumber dana internal saja agar kontrol dari kelompok dominan di dalam perusahaan tetap bisa dijalankan. Dengan kebijakan ini, perusahaan lebih suka menahan *earningnya* untuk membiayai ekspansinya dibandingkan membagikan dividen.

Secara umum dividen dapat diartikan sebagai bagian yang dibagikan oleh emiten kepada masing-masing pemegang saham. Variabel ini merupakan rasio pembayaran dividen terhadap *earning after tax* (*Dividen payout ratio*). Pembayaran dividen dirumuskan dengan sebagai berikut:

$$DIVD = \frac{\text{Dividen}}{\text{Laba bersih setelah pajak}}$$

2.2.6. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan secara langsung mencerminkan tinggi rendahnya aktivitas operasi suatu perusahaan. Variabel ukuran perusahaan (*firm size*) sangat bergantung pada besar kecilnya perusahaan juga berpengaruh terhadap struktur modal, terutama berkaitan dengan kemampuan untuk memperoleh pinjaman. Perusahaan yang besar lebih mudah untuk memperoleh pinjaman, itu karena nilai aktiva yang dijadikan jaminan lebih besar dan tingkat kepercayaan bank juga lebih tinggi. Aktiva yang dijaminakan oleh perusahaan dapat berupa aktiva tetap

berwujud serta aktiva lainnya seperti piutang dagang dan persediaan. Ukuran perusahaan dapat diukur menggunakan SIZE.

$$\text{SIZE} = \text{Logaritma Natural Nilai Total Aktiva Perusahaan}$$

2.2.7. Kebijakan Hutang

Jensen (1986) berpendapat bahwa dengan hutang maka perusahaan harus melakukan pembayaran periodik atas bunga dan *prinsipal*. Hal ini dapat mengurangi keinginan manajer untuk menggunakan *free cash flow* guna untuk membiayai kegiatan-kegiatan yang tidak optimal. Penggunaan hutang juga akan meningkatkan risiko, oleh sebab itu manajer akan berhati-hati sebab risiko hutang *nondiversifiable* manajer lebih besar dari pada investor publik. Dengan kata lain, perusahaan yang menggunakan hutang kedalam pendanaannya dan tidak mampu melunasi kembali hutang tersebut akan terancam likuiditasnya sehingga pada gilirannya akan mengancam posisi manajemen. Kebijakan hutang dapat diukur menggunakan DER. Menurut SFAC no.6 menyatakan bahwa karakteristik dari hutang adalah : 1. Adanya kewajiban sekarang dalam bentuk pengorbanan manfaat ekonomi di masa mendatang dari penyerahan barang dan jasa; 2. Berasal dari transaksi atau peristiwa masa lalu (telah terjadi).

Menurut Brigham dan Houston (2004) struktur pendanaan dapat dipengaruhi oleh faktor-faktor berikut ini :

- a. Stabilitas penjualan, perusahaan dengan penjualan relatif stabil cenderung lebih banyak untuk mendapatkan pinjaman karena itu dapat menanggung beban tetap yang lebih tinggi.
- b. Struktur aktiva, aktiva perusahaan yang sesuai untuk dijadikan jaminan atas kredit karena itu bersifat multiguna yang cenderung lebih banyak hutang yang digunakan.
- c. *Leverage operasi*, perusahaan yang memiliki *leverage operasi* cenderung lebih kecil itu berarti perusahaan cenderung lebih mampu untuk memperbesar atau meningkatkan *leverage* keuangan karena bisnis lebih kecil.
- d. Tingkat pertumbuhan, pertumbuhan perusahaan yang sangat pesat lebih banyak menggunakan model eksternal yang berupa hutang karena ada pengembalian biaya untuk penjualan saham biasa yang lebih besar jika dibandingkan dengan biaya surat hutang yang diterbitkan atau penerbitan surat hutang.
- e. Profitabilitas, perusahaan dengan ROI (*return on investment*) tinggi lebih menggunakan hutang yang relatif rendah karena jika tingkat pengembalian hutang yang tinggi itu memungkinkan perusahaan untuk dapat membayar atau membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan mereka dengan dana internal.

- f. Pajak, pajak yang dikurangi biaya hutang itu untuk perusahaan yang terkena tarif yang tinggi.
- g. Pengendalian, kebijakan pendanaan yang diambil dapat dipengaruhi oleh posisi pengendalian manajemen yang alasannya karena manajemen akan mengambil kebijakan yang relatif aman bagi posisinya.
- h. Sikap manajemen, sikap manajemen ini sangat bervariasi antar manajemen yang satu dengan manajemen yang lainnya didalam hal untuk menentukan sumber pendanaan.
- i. Sikap pemberi pinjaman dan lembaga peningkat, faktor ini dapat mempengaruhi keputusan yang diambil oleh perusahaan berkaitan dengan sumber pendanaannya.
- j. Kondisi pasar saham dan obligasi, pernyataan ini merupakan faktor eksternal yang tidak bisa disembunyikan atau tidak terelakkan pengaruhnya bagi keputusan pendanaan perusahaan.
- k. Kondisi internal perusahaan, faktor ini juga dapat berpengaruh terhadap patokan atau target yang telah ditentukan oleh struktur pendanaan.

Kebijakan hutang merupakan kebijakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari eksternal. Penentuan kebijakan hutang ini berkaitan dengan struktur modal karena hutang merupakan salah satu komposisi dalam struktur modal. Perusahaan dinilai beresiko apabila memiliki porsi hutang yang besar dalam struktur modal, namun sebaliknya apabila perusahaan menggunakan hutang yang kecil atau tidak sama sekali maka perusahaan dinilai tidak dapat

memanfaatkan tambahan modal eksternal yang dapat meningkatkan operasional perusahaan.

2.3. Hubungan antara Variabel Independen dengan Variabel Dependen

Hubungan antar variabel ini dapat membantu untuk menjelaskan tentang hubungan antara variabel independen terhadap variabel dependen.

2.3.1. Hubungan Kepemilikan Manajerial dengan Kebijakan Hutang

Struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting dalam keputusan pendanaan tidak hanya ditentukan oleh utang dan ekuitas saja tetapi juga ditentukan oleh presentase kepemilikan saham oleh manajemen. *Agency problem* bisa dikurangi bila manajer mempunyai kepemilikan saham dalam perusahaan. Hal ini perlu sebab akan terjadi penyebaran pengambilan keputusan dan risiko. Para manajer umumnya cenderung untuk menggunakan kelebihan keuntungan untuk konsumsi dan perilaku oportunistik. Dan ini akan menyebabkan beban hutang karena risiko kebangkrutan meningkat, sehingga *agency cost of debt* meningkat dan gilirannya akan pada penurunan akan nilai perusahaan. Kepemilikan manajerial ini akan menjelaskan atau mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham. Dengan demikian maka kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajemen merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan manajer akan menggunakan hutang secara optimal sehingga akan meminimumkan biaya keagenan. Adanya kepemilikan saham oleh pihak manajemen itu akan ada suatu pengawasan terhadap kebijakan-kebijakan yang akan diambil oleh manajemen

perusahaan termasuk didalamnya adalah kebijakan menggunakan hutang. Pihak pemilik saham cenderung berkeinginan untuk mengurangi penggunaan hutang, karena dengan banyaknya hutang akan meningkatkan resiko perusahaan.

2.3.2. Hubungan Kepemilikan Institusional dengan Kebijakan Hutang

kepemilikan institusional memiliki arti penting dalam memonitor manajemen dengan pengawasan yang lebih optimal. Adanya kepemilikan saham institusional oleh pihak eksternal akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal dari pihak luar terhadap manajer. Semakin tinggi kepemilikan institusional perusahaan maka akan semakin kecil hutang yang digunakan untuk mendanai perusahaan. Hal ini disebabkan karena timbulnya suatu pengawasan oleh lembaga institusi lain seperti bank dan asuransi terhadap kinerja perusahaan.

Apabila perusahaan menggunakan hutang dalam jumlah yang besar untuk mendanai proyek yang beresiko tinggi mempunyai kemungkinan kegagalan, maka pemegang saham institusional tersebut dapat langsung menjual saham yang dimilikinya. Kepemilikan institusional merupakan proporsi kepemilikan saham yang dimiliki institusional yang pada akhir tahun diukur kedalam presentase saham yang dimiliki oleh investor institusional dalam suatu perusahaan.

Kepemilikan institusional ini berhubungan positif antara kepemilikan institusional dengan hutang, karena kebijakan hutang menyebabkan perusahaan dimonitor oleh *debtholder*. Kepemilikan institusional yang semakin tinggi itu akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh pihak investor institusional sehingga dapat menghalangi perilaku oportunistik manajer yang

kaitannya dengan penggunaan hutang terhadap kinerja manajerial. Kepemilikan institusional ini dapat mengurangi hutang perusahaan dalam rangka meminimalkan total biaya keagenan hutang (*agency cost of debt*).

2.3.3. Hubungan Kebijakan Dividen dengan Kebijakan Hutang

Kebijakan dividen berkaitan dengan penentuan pembagian pendapatan (*earning*) antara penggunaan pendapatan untuk dibayarkan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau untuk dibayarkan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau untuk digunakan dalam perusahaan, yang berarti pendapatan tersebut harus ditahan dalam perusahaan.

Kebijakan dividen ini berhubungan positif terhadap tingkat penggunaan hutang suatu perusahaan. Dimana kebijakan dividen yang stabil itu dapat menyebabkan adanya keharusan bagi suatu perusahaan untuk menyediakan sejumlah dana guna untuk membayar jumlah dividen yang tetap tersebut. Pembayaran dividen dapat dilakukan setelah kewajiban pembayaran bunga dan cicilan hutang dipenuhi oleh perusahaan. Dengan adanya kewajiban tersebut, akan membuat manajer semakin hati-hati dan efisien dalam menggunakan hutang. Kebijakan dividen ini juga berhubungan negatif terhadap kebijakan hutang. Dimana perusahaan menggunakan hutang atau dana eksternal sebagai tambahan modal perusahaan untuk dapat beroperasi. Jika suatu perusahaan kekurangan atau tidak mempunyai dana untuk modal beroperasinya suatu perusahaan tersebut maka perusahaan tersebut menggunakan dari luar sebagai modal suatu

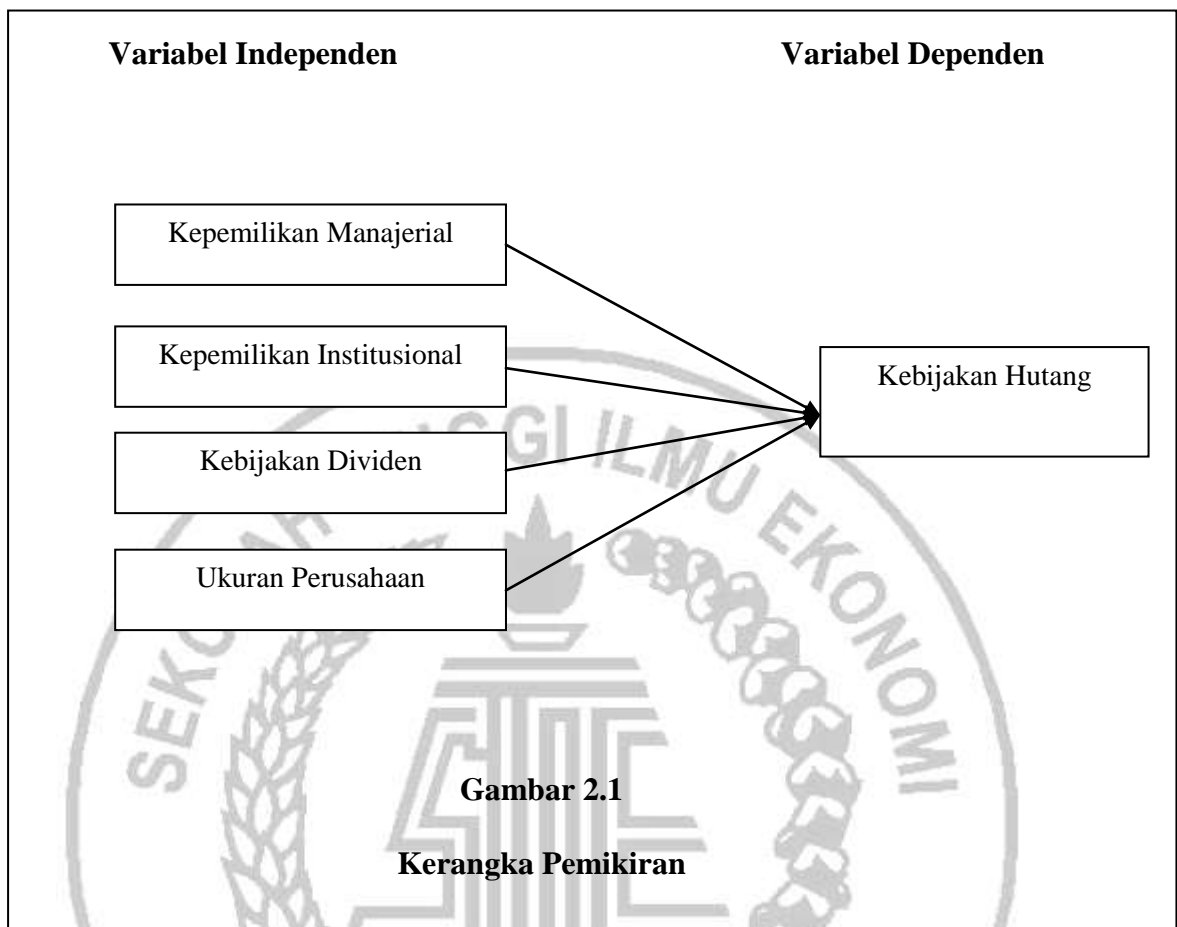
perusahaan, maka kebijakan tersebut tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

2.3.4. Hubungan Ukuran Perusahaan dengan Kebijakan Hutang

Ukuran perusahaan atau *firm size* sangat bergantung pada besar kecilnya perusahaan yang juga berpengaruh terhadap struktur modal, terutama yang berkaitan dengan kemampuan untuk memperoleh pinjaman. Perusahaan yang besar lebih mudah untuk mendapatkan atau memperoleh pinjaman tersebut dibandingkan dengan perusahaan yang kecil, perusahaan yang kecil sulit untuk mendapatkan atau memperoleh pinjaman. Menyadari bahwa manajer akan melakukan tindakan yang merugikan *bondholder*, maka upaya preventif yang dapat dilakukan dengan cara membuat *covenants* (pembatasan-pembatasan yang harus dilakukan manajer agar kepentingan pemegang obligasi tidak diabaikan) yang sangat rinci dalam kontrak obligasi.

2.4. Kerangka Pemikiran

Memperhatikan variabel-variabel (baik variabel independen maupun variabel dependen) yang akan digunakan dalam penelitian ini secara ringkas dapat digambarkan sebagai berikut:



Mengacu pada gambar atau struktur ataupun kerangka pemikiran diatas antara variabel dalam penelitian ini adalah bersifat kausal yaitu variabel bebas (independen) dinyatakan dalam X meliputi kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional sedangkan variabel dependen dengan Y atau kebijakan hutang.

2.5. Hipotesis Penelitian

- H1 : Kepemilikan Manajerial Mempunyai Pengaruh Terhadap Kebijakan Hutang (*Debt to Equity Ratio*)
- H2 : Kepemilikan Institusional Mempunyai Pengaruh Terhadap Kebijakan Hutang (*Debt to Equity Ratio*)
- H3: Kebijakan Dividen Mempunyai Pengaruh Terhadap Kebijakan Hutang (*Debt to Equity Ratio*)
- H4 : Ukuran Perusahaan (*Firm Size*) Mempunyai Pengaruh Terhadap Kebijakan Hutang (*Debt to Equity Ratio*).

